

O corporate venturing como alternativa de apoio à inovação – motivações e benefícios

Fernando Ceschin Rieche
Livia Ribeiro Borges de Faria

<http://www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>

***O corporate venturing* como alternativa de apoio à inovação – motivações e benefícios**

Fernando Ceschin Rieche
Lívia Ribeiro Borges de Faria*

Resumo

Embora a definição para o conceito de *corporate venturing* (CV) não seja única, pode-se compreendê-lo como o investimento de grandes empresas em micro e pequenas, com múltiplos objetivos, que incluem conhecimento de tendências de mercado, retornos financeiros e objetivos estratégicos. O CV é normalmente fornecido a empresas jovens, com o objetivo de apoiar o surgimento e o crescimento de novos negócios, visando, principalmente, ao desenvolvimento de novas tecnologias e à valorização da empresa investida. Este artigo pretende descrever o conceito dessa iniciativa de financiamento a empresas e entender o estágio atual dos investimentos por meio de CV no Brasil e no mundo. Para tanto, revisita a literatura sobre o tema, procurando apontar os caminhos seguidos pelas principais companhias no mundo que adotam essa estratégia, bem como entender as principais motivações e potenciais benefícios tanto para as empresas que investem quanto para as que são investidas. Por fim, o artigo detalha o apoio do BNDES aos investimentos de capital de risco no Brasil e sua importância para as micro, pequenas e médias empresas nacionais.

*Respectivamente, gerente e administradora do BNDES. Os autores agradecem os comentários feitos por Filipe Borsato e Fernando Mantese a uma versão preliminar. Este artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

Abstract

Although the definition for the concept of corporate venturing (CV) is not unique, one can understand it as the investment of large companies in micro and small enterprises with multiple objectives, including knowledge of market trends, financial returns and strategic objectives. The CV is typically given to young companies with the purpose of supporting the emergence and growth of new businesses, aimed mainly at the development of new technologies and the valuation of the company invested in. This article intends to describe the concept of this funding initiative to businesses and to understand the current status of investments via CV in Brazil and worldwide. To do so, it revisits the literature on the subject, trying to point out the paths followed by the main companies in the world that adopt this strategy, as well as to understand the main motivations and potential benefits both for the companies that invest and for those that are invested in. Finally, the article details the support of the BNDES to the investments of venture capital in Brazil and its importance for micro, small and medium-sized domestic companies.

Introdução

A indústria de *venture capital* (VC), ou capital de risco,¹ surgiu em meados da década de 1940, nos Estados Unidos da América (EUA), com capitalistas que tinham como objetivo tornarem-se sócios de empreendedores, visando, principalmente, à valorização da empresa investida e a sua posterior venda. A estratégia consiste no investimento – por meio de aquisição de participação acionária ou outro instrumento mobiliário – por investidores² individuais ou institucionais em empresas emergentes com grande potencial de crescimento e rentabilidade associados a níveis de risco também elevados.

Os EUA ainda são o principal mercado do mundo, tanto pelo lado da oferta de recursos quanto pelo lado das empresas investidas. Apenas em 2013, segundo a National Venture Capital Association (NVCA), foram investidos US\$ 30 bilhões em cerca de 4 mil operações.

Nas últimas duas décadas, a indústria de VC³ popularizou-se e expandiu-se para outras regiões do mundo. No Brasil, o grande ciclo dessa indústria iniciou-se na década de 1990, quando vários gestores

¹ No Brasil, o VC é também chamado de capital de risco. Alguns autores evitam a expressão por considerar que ela ressalta apenas a característica negativa da indústria, tendo em vista que se espera que, no longo prazo, o retorno médio obtido com a venda das empresas supere o risco assumido.

² Do ponto de vista do gerenciamento de portfólio, o investimento em VC faz parte da classe de ativos alternativos, e cada investidor, com base em sua política de investimentos, aloca um percentual de seus recursos nesse tipo de ativo.

³ Ao longo do artigo, salvo menção em contrário, será utilizada a expressão indústria de VC para designar, de forma genérica, os participantes do segmento da indústria – em particular, gestores profissionais, investidores e empresas investidas – envolvidos em investimentos realizados em empresas fechadas. Tradicionalmente, a expressão é utilizada para indicar, em especial, os investimentos em “empresas-sementes”, *start-ups* e, em alguns casos, operacionais, com boas perspectivas de crescimento e oportunidades de agregação de valor. A expressão investidores tradicionais de VC, de forma análoga, será utilizada em oposição aos investidores de CV.

especializados começaram a surgir no país. Entre 2002 e 2012, segundo dados divulgados pela GVcepe,⁴ o mercado de fundos de VC cresceu a uma média acima de 20% a.a.

Embora venha crescendo de forma substancial nos últimos anos, o número de investidores brasileiros ainda é pequeno e concentrado em investidores institucionais. Exemplos incluem o BNDES;⁵ a Finep – Inovação e Pesquisa, investidor ativo, com atuação em fundos de menor porte com foco em inovação; e os vinte maiores fundos de pensão, que aplicam, em conjunto, cerca de R\$ 15 bilhões em dezenas de fundos.⁶

O *corporate venture capital* (CVC), ou simplesmente CV, para designar o conceito,⁷ surgiu na década de 1960, quando empresas nos EUA e na Europa passaram a investir em novos negócios, inicialmente com o intuito de obter retornos financeiros elevados e, posteriormente, a fim de gerar inovação em uma escala global para manter suas vantagens competitivas e aumentar seus mercados con-

⁴ O GVcepe, Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas, é uma organização de apoio ao desenvolvimento da Indústria de Private Equity e Venture Capital (PE&VC) no Brasil. O GVcepe atua na análise, produção de conhecimento, educação e formulação de propostas de evolução institucional da PE&VC no país.

⁵ A atuação do BNDES, por meio da subsidiária BNDESPAR, será descrita na sexta seção.

⁶ Segundo a legislação em vigor, os fundos de pensão devem realizar os investimentos de VC por meio de fundos de investimento, que podem ser Fundos de Investimento em Participações (FIP) ou Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), cada qual com regulamentação própria determinada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

⁷ Alguns autores, como Kalbermatten (2013), distinguem os conceitos de CVC e CV. O CVC, conforme a definição, ocorre quando uma companhia investe externamente em uma *start-up*, ao passo que o CV seria o investimento em novos projetos realizados internamente na companhia, em novos negócios fora de seu *core business* usual. Contudo, para os propósitos deste artigo, tal diferença não será relevante, e todos os tipos de investimentos realizados por companhias, sejam internos ou externos, serão denominados CV.

sumidores. Esse tipo de investimento, no qual empresas-âncora⁸ tornam-se sócias de empresas menores, ficou conhecido como CV, representando, portanto, um subsegmento da indústria de VC.

Atualmente, os veículos de CV exercem uma função de grande relevância para a indústria de VC quanto a volume de investimentos. Em 2013, US\$ 3,1 bilhões foram investidos por veículos de CV em 682 investimentos nos EUA, de acordo com o *Money Tree Report*, divulgado pela PricewaterhouseCoopers e pela NVCA, utilizando dados da Thomson Reuters. Esse número representa 10,5% do montante investido e 16,9% do total de negócios fechados no mercado americano de VC.

O presente artigo tem o objetivo de descrever o conceito dessa iniciativa de financiamento a empresas e entender o estágio atual dos investimentos por meio de CV no Brasil e no mundo. Pretende-se também avaliar os caminhos seguidos pelas principais companhias que adotam essa estratégia, bem como entender as principais motivações e potenciais benefícios tanto para as empresas que investem quanto para as que são investidas. Por fim, será destacado o apoio do BNDES à indústria de capital de risco, em particular à iniciativa de CV de uma empresa brasileira.

O estudo está dividido da seguinte forma: a próxima seção apresenta uma distinção entre o que se entende por investimentos de VC e por investimentos de CV; a terceira, um histórico dos investimentos de CV; a quarta seção expõe os princípios do investimento por meio de CV; a quinta detalha as principais motivações e benefícios desse tipo de investimento; a sexta seção discorre sobre o apoio do BNDES à iniciativa; e, finalmente, a sétima aponta as principais conclusões do artigo.

⁸ A expressão empresa-âncora será utilizada para se referir à empresa de maior porte que investe em empresas menores, em geral nascentes.

VC versus CV

Os investimentos via VC referem-se a investimentos realizados em companhias emergentes, ainda de capital fechado, para custear os primeiros estágios de seu plano empreendedor ou o desenvolvimento de novas tecnologias (capital-semente ou *seed capital*) ou os projetos de expansão, crescimento e internacionalização (*growth*). Esses investimentos viabilizam o direcionamento de recursos financeiros de longo prazo para o desenvolvimento de novos produtos e tecnologias a fim de garantir que os resultados se traduzam, efetivamente, em resultados comerciais [Garcez e Anselmo (2005)].

O VC é utilizado para aplicação de recursos em novas tecnologias, exploração de novos mercados e lançamento de novos produtos [Bartlett (2000)]. Assim, é um instrumento utilizado para apoiar novos negócios. Como muitos empreendedores não possuem recursos suficientes (capital próprio) nem acesso ao crédito (capital de terceiros) para financiar seus projetos, estes buscam no VC uma forma de viabilizar suas operações, compartilhando o risco do negócio com outro sócio. Esses investidores, então, estruturam um diversificado portfólio, seja por meio de fundos ou *holdings*, aguardam seu amadurecimento e realizam a venda de seus ativos para outros investidores financeiros ou para companhias que identifiquem em suas carteiras produtos complementares ou concorrentes, alvos para aquisição de novas tecnologias e mercados (em geral, com preços maiores que os anteriores).

Em contrapartida ao alto risco tomado, os investidores desses fundos precisam visualizar altos retornos no longo prazo. Em geral, esses investimentos focam setores de alto crescimento, como os de tecnologia, médico-farmacêutico e de biotecnologia, se-

gundo os dados do *Money Tree Report*. A alta mortalidade dos negócios,⁹ associada à falta de êxito nas saídas estratégicas, pode comprometer o desempenho dos investimentos de VC¹⁰ [Gompers e Lerner (2001)].

Algumas companhias têm optado por utilizar estruturas especializadas e organizadas para selecionar e promover o investimento e desenvolvimento, com recursos próprios, de projetos e empresas que detenham competências externas, fora das fronteiras da companhia, que possam ser sinérgicas a suas atividades internas de pesquisa e desenvolvimento [Chesbrough (2002)]. Esse tipo de investimento estruturado, com orçamento e objetivos empreendedores independentes, promovido por unidades especializadas de empresas é conhecido como CV.

Os investimentos via CV são, portanto, um subsegmento da indústria de VC e têm características singulares. É característico do CV aliar objetivos estratégicos e financeiros para seus investidores, no caso, companhias já estabelecidas no mercado. Essas companhias estruturam unidades e veículos de investimento para buscar e explorar novas atividades que disponham de sinergias com sua

⁹ Segundo Amaral, Olenike e Amaral (2013), em um estudo realizado pelo Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário, no primeiro ano de vida das micro e pequenas empresas brasileiras, 16,32% delas encerram suas atividades. Entre um e cinco anos de vida, 44,95% dos empreendimentos desaparecem. E até vinte anos de existência, mais de 87% das empresas encerram suas atividades. Ainda de acordo com o instituto, tais empresas vão à falência por diferentes motivos, muitos dos quais decorrentes da capacitação gerencial insuficiente, que trazem implicações como: (i) falta de planejamento e informações do mercado; (ii) complexidade tributária e burocracia; (iii) dificuldade de acesso a crédito financeiro. Outras causas citadas pelo estudo incluem ainda conflitos entre sócios e encerramento espontâneo das atividades.

¹⁰ Dados históricos da indústria de VC indicam que cerca de um terço das empresas investidas não são bem-sucedidas, implicando uma perda de 100% do investimento realizado em tais empresas.

proposta de valor e investir nelas [Chesbrough (2002)]. Esses ativos podem ser objeto de incorporação futura ou venda para terceiros, tendo como um dos objetivos o potencial retorno financeiro.

Desse modo, o CV é o investimento externo realizado por uma companhia (em geral maior) por meio da aquisição de capital (cotas ou ações) de outra companhia menor, porém mais especializada ou inovadora, podendo adicionalmente prover apoio em sua gestão, com o objetivo de obter vantagem específica em relação ao mercado [Chesbrough (2002)].

Nos moldes convencionais de gestão da inovação, as empresas investem em pesquisa e desenvolvimento para então gerar novos produtos e serviços que serão incorporados à proposta de valor da companhia. Contudo, muitas companhias descobriram que não conseguiam desenvolver internamente toda a inovação necessária para manter suas posições de líderes no mercado. Dessa forma, buscaram investir em empresas menores que pudessem preencher essa lacuna [Pearce (2013)].

No CV, as empresas observam o comportamento de produtos inovadores gerados por empresas emergentes no mercado, e então investem recursos para seu desenvolvimento. Se perceberem que a geração da inovação é mais produtiva que a da própria companhia, esta pode então adquirir completamente a empresa investida, absorvendo suas competências e portfólio de produtos [Fulghieri e Sevilir (2009)]. Segundo Battistini, Hacklin e Baschera (2013), o CV é uma das estratégias que mais crescem para remodelar a abordagem atual de inovação corporativa fechada para um modelo colaborativo com parceiros externos. Dessa forma, o CV estaria mais aberto a oferecer o desenvolvimento de novas e diferentes expertises, em busca de novos mercados e tecnologias disruptivas, alinhadas à proposta de valor da empresa-âncora [Chesbrough (2002)].

Evolução histórica do CV¹¹

Durante os anos 1960 e início dos anos 1970, as grandes corporações americanas começaram a estabelecer unidades de negócios que se assemelhavam aos investimentos tradicionais de VC. À época, aproximadamente 25% das empresas listadas na Fortune 500 contavam com algum programa de CV [Chesbrough (2002)]. Os investimentos via CV eram vistos como uma forma de diversificação dos investimentos e de geração de elevados retornos financeiros.

A primeira crise do petróleo causou o colapso do mercado de aberturas de capital (Initial Public Offering – IPOs), à época a principal estratégia de saída das empresas investidas.¹² Muitas empresas fecharam suas unidades de CV, que passaram a ser encaradas como um item não essencial.

O CV perdeu importância até o início da década de 1980, quando a redução dos impostos sobre ganho de capital nos EUA, em 1978, e a maior facilidade de investimentos de fundos de pensão, a partir de 1979, possibilitaram o direcionamento de bilhões de dólares para o segmento de CV. Novamente, o objetivo principal das empresas era obter retornos financeiros similares aos dos gestores tradicionais de VC. O otimismo durou até o *crash* da bolsa de valores americana, em 1987.

A partir de então, da mesma forma que no primeiro ciclo, houve retração dos investimentos em CV, até o início da década de 1990. Entre 1993 e 1999, durante o período da bolha da internet, houve notável crescimento do mercado acionário americano. Nessa época,

¹¹ Esta seção está baseada em Gompers (2002) e Bielesch *et al.* (2012).

¹² Quanto a isso, o mercado norte-americano distingue-se do brasileiro por apresentar uma liquidez muito maior. Na década de 1970, aberturas de capital eram praticamente inexistentes no Brasil e, até hoje, a realização de IPOs não é a principal estratégia de saída das empresas brasileiras.

mais de quatrocentas empresas lançaram programas de CV, com um pico de US\$ 4,5 bilhões investidos em 2000.

As expectativas dos investidores eram de retornos crescentes, mas também de que tecnologias disruptivas fossem descobertas pelas empresas investidas. O período também marca o início das atividades de empresas europeias e de economias emergentes (especialmente asiáticas)¹³ em CV.

O estouro da bolha da internet em 2000-2001 e a recessão econômica em 2001-2002 tornaram o ambiente econômico bastante avesso a riscos. Esse novo ambiente fez com que as empresas reduzissem novamente as apostas em CV.

O ciclo atual de investimentos em CV, a partir de meados da década passada, caracteriza-se por representar uma fase mais madura da indústria, na qual as grandes empresas estão procurando realocar recursos de pesquisa e desenvolvimento internos para buscar inovação externa. Percebe-se que há um comprometimento de recursos para o longo prazo – princípio básico importante, como será visto adiante – e que esse ciclo tende a ser menos propenso às volatilidades naturais dos ciclos econômicos.

¹³ Na China, o CV é um instrumento recente para o estímulo ao grau de inovação, proatividade, risco, autonomia e agressividade competitiva [Wang e Zang (2009)]. Um bom exemplo é a Tencent, o maior conglomerado de internet chinês, que se juntou a outras corporações inovadoras, como a Google e a Intel, e iniciou seu programa de CV [Battistini, Hacklin e Baschera (2013)]. Nas regiões com menor desenvolvimento do setor financeiro, esse instrumento desempenha um papel facilitador no acesso aos mercados financeiros, sobretudo nas pequenas e médias empresas (PME) que estão na fase inicial (*early stage*) ou são nascentes (*start-ups*). As entidades públicas têm utilizado o capital de risco como uma ferramenta para promover o desenvolvimento econômico de muitas regiões ou setores de negócio, sobretudo as novas tecnologias.

Algumas empresas estão até procurando inovações em indústrias adjacentes ou correlatas, ou seja, tecnologias capazes de transbordar para outros setores, e estabelecendo parcerias com empresas de outras indústrias para promover ideias promissoras. Esse conceito de tecnologias que abrangem mais de uma indústria (*industry overarching*)¹⁴ está cada vez mais presente.

Atualmente, segundo dados da *Global Corporate Venturing*,¹⁵ mais de 750 empresas ao redor do mundo têm atividades de CV. Além dos setores que usualmente realizam tais tipos de investimento, como tecnologia da informação (TI) e farmacêutico, verifica-se uma expansão das atividades de CV a outros setores. Construção e varejo, por exemplo, também passaram a fazer uso da estratégia, buscando inovações disruptivas e acesso a novas regiões e cadeias de valor [Bielesch *et al.* (2012)].

Em geral, nota-se um aumento percentual de empresas nos setores nos quais os investimentos já eram feitos e também no número de empresas, de diferentes setores, que se dedicam ao CV, embora ainda haja bastante diferença de concentração entre os setores, conforme mostra a Tabela 1.

¹⁴ Os investidores estão cada vez mais propensos a coinvestir com outras empresas, especialmente em setores que são naturalmente abrangentes, como o de tecnologias limpas, que têm o potencial de desenvolver tecnologias disruptivas em setores tão distintos quanto os de geração de energia, novos materiais e transporte. Nesses casos, as empresas são propensas a formar redes cooperativas – desde que com empresas que atuem em outros setores, para evitar a concorrência direta – com diferentes habilidades e áreas de conhecimento trabalhando em conjunto para capitalizar empresas nascentes.

¹⁵ A *Global Corporate Venturing* (GCV) é uma revista mensal e também um *website* que contém dados da indústria de CV. Os dados disponibilizados são coletados e disponibilizados pelos próprios colaboradores/editores da revista.

Tabela 1

Percentual de empresas com atividades dedicadas a CV

Setor	% em 2007	% em 2012
Tecnologia da informação	50	70
Biotecnologia	50	63
Telecomunicações	37	57
Mídia e publicidade	27	50
Máquinas e equipamentos	20	37
Energia e gás	10	37
Multissetorial	20	33
Automotivo	26	33
Químico	17	30
Varejo	13	30
Petróleo	20	27
Siderúrgico	21	25
Tecnologia médica	10	23
Construção	10	20
Transporte	10	-
Mineração	-	7
Papel e celulose	7	-

Fonte: Adaptado de Bielesch *et al.* (2012).

Nota: As porcentagens na tabela representam o percentual de empresas em cada amostra da indústria que dispunham de atividades de CV em 2007 e 2012. Cada amostra é composta pelas trinta maiores empresas globais segundo o indicador de valor de mercado.

No Brasil, os investimentos em VC tiveram início depois da abertura da economia no governo de Fernando Henrique Cardoso, na década de 1990.¹⁶ Apesar de a indústria ser recente, ela vem apre-

¹⁶ O surgimento da indústria de VC no Brasil coincide com o início do período de estabilização econômica [Ribeiro (2005)]. Até então, conforme mencionado anteriormente, havia grande incerteza macroeconômica.

sentando altas taxas de crescimento nos últimos anos.¹⁷ Contudo, no país, ainda é bastante reduzido o número de empresas que utilizam o CV, mas algumas já podem ser consideradas pioneiras nessa tendência, como Intel, Telefônica, Votorantim, IBM, Dow e Totvs.

De acordo com o 2º Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital (2011), realizado com 144 organizações gestoras de *private equity*¹⁸ e VC, em 2009, apenas duas foram indicadas como organizações ligadas a grupos industriais de CV. Isso demonstra ainda certo desinteresse ou desconhecimento¹⁹ do empresariado brasileiro em adotar o CV como forma de financiamento e investimento em novos negócios e tecnologias inovadoras.

Um estudo realizado pela Fundação Dom Cabral em 2011, com 24 empresas brasileiras que investem de alguma forma em CV, concluiu que as principais motivações que levavam as empresas a investirem nesse segmento eram: (i) estratégias de crescimento, (ii) acessos a novos mercados, (iii) ampliação da cadeia de valor e (iv) expansão do escopo de operações e de conhecimento da fir-

¹⁷ Conforme os dados do 2º Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital, realizado em 2011, no início de 2005 existiam 71 organizações gestoras com não mais do que US\$ 6 bilhões em veículos de investimento (fundos) de *private equity* e VC, o equivalente a 0,7% do Produto Interno Bruto (PIB). Ao fim de 2009, 144 gestores administravam comprometimentos de capital de US\$ 36,1 bilhões alocados ao Brasil, 2,3% do PIB.

¹⁸ No Brasil, o mercado de capital de risco tem sido classificado por meio de três modalidades que se diferenciam, basicamente, pela maturidade da empresa investida: capital-semente (*seed capital*), VC e *private equity*. O *private equity* é uma modalidade de investimento em empresas maduras não listadas em bolsas de valores.

¹⁹ Questões relacionadas à macroeconomia podem ajudar a explicar a falta de interesse de boa parte do empresariado brasileiro em adotar soluções inovadoras, entre as quais se inclui o CV. Por décadas, o Brasil teve a taxa de juros mais alta do mundo, combinada com elevada inflação. Nesse contexto de elevada incerteza, a cultura empreendedora e de assunção de riscos só começou a florescer a partir da estabilização da economia, em meados da década de 1990 [Ribeiro (2005)].

ma. Outra conclusão do estudo foi que uma mesma empresa pode adotar mais de uma ação como forma de diversificação de sua estratégia de CV. A ação mais citada pelas empresas foi a transformação de atividades de P&D em novos negócios. Os autores do estudo concluem ainda que o CV é uma prática incipiente no Brasil, pois além de um número reduzido de empresas que adotam o CV, as poucas que o fazem adotam a estratégia por um período inferior a cinco anos.

Princípios do CV²⁰

As empresas que têm as unidades de CV mais bem-sucedidas do mundo²¹ passaram por etapas distintas, que incluem desde a aceitação e a mudança de mentalidade até a adaptação dos processos internos para uma cultura empreendedora (*venturing*), conforme detalhado a seguir.

As etapas descritas relatam como tais unidades definem seus princípios operacionais e sua estratégia, como o conhecimento é absorvido e transferido, como é feita a alavancagem dos ativos e como as equipes são escolhidas.

²⁰ Esta seção está baseada em Bielesch *et al.* (2012) e Lerner (2013). A nomenclatura utilizada para as etapas foi uma tradução livre com base nessas publicações. Aparentemente, a intenção dos autores ao utilizar nomes genéricos, que em princípio valeriam para quaisquer empresas, foi justamente o de aproximar o conceito de CV da realidade das empresas.

²¹ Entre tais empresas, Bielesch *et al.* (2012) cita Google, Grupo BMW e GE. Conforme divulgado pelo *site* CB Insights, a Google Ventures, juntamente com a Intel Capital, alternam-se no topo da lista das empresas que mais investem por meio de CV, dependendo do período considerado. Outras empresas bastante ativas são: Qualcomm Ventures, In-Q-Tel e Novartis Venture Funds.

Aceitação dos princípios básicos

Inicialmente, é necessário que as empresas compreendam e incorporem em suas organizações princípios básicos relativos a investimentos por meio de CV, que incluem: visão de que os investimentos, em dedicação tanto de tempo quanto de recursos, são de longo prazo; e adequação do perfil de risco ao tipo de investimento realizado.

Em investimentos por meio de CV, há necessidade de que os recursos investidos fiquem alocados pelo período médio de dez anos, ou seja, é fundamental um comprometimento com o longo prazo. Como os investimentos podem ser substanciais e os negócios podem envolver mais de uma rodada (comumente chamada de *rounds*) de investimentos, a empresa tem que estar preparada para comprometer dezenas de milhões de reais com a iniciativa.

A empresa também tem de estar ciente de que a distribuição de retornos, nesse tipo de investimento, é bastante assimétrica. Um resultado possível, por exemplo, seria o seguinte: em dez investimentos, três podem fracassar completamente, cinco podem ter desempenho razoável e dois podem exceder expectativas. Em outras palavras, a empresa deve ter um perfil de risco adequado à maior volatilidade inerente a investimentos dessa natureza.

Além disso, os investimentos via CV são usualmente feitos por meio de participações minoritárias, em que a empresa-âncora desempenha um papel importante, mas não controla a empresa investida, já que as decisões são compartilhadas com outros coinvestidores. Dessa forma, é necessário que se aceite que o controle gerencial sobre as empresas investidas é limitado.

Por fim, a aquisição da totalidade das ações de uma empresa investida exige o pagamento do preço de mercado aos demais coinvestidores, e a empresa-âncora deve estar preparada para pagar tal preço

de saída, que em alguns casos pode superar bastante as expectativas iniciais feitas à época do investimento.

Desenvolvimento de uma mentalidade adequada

Uma vez que os princípios comecem a ser encarados como algo natural, é importante que a empresa desenvolva uma visão estratégica sobre os investimentos por meio de CV, em que: (i) o processo de tomada de decisões seja capaz de refletir o ambiente de incerteza sob o qual a identificação e a avaliação de oportunidades de negócios são feitas; (ii) tais investimentos sejam utilizados para ampliar o leque de oportunidades estratégicas, e não para preencher lacunas de curto prazo na linha de produção; e (iii) aceite-se implicitamente o risco de que a empresa vai fracassar em algumas iniciativas.

Estabelecimento de processos empreendedores

Por fim, é necessário que os processos da empresa-âncora estejam adaptados à cultura empreendedora. Como exemplos, podem ser citados: (i) conexão com a comunidade de VC para ter conhecimento de tendências de mercado e fluxo de negócios (construção de uma sólida rede de relacionamentos e de negócios); (ii) cooperação e compartilhamento de informações com unidades de negócios (fortalecimento do relacionamento entre as empresas investidas e a empresa-âncora); (iii) investimento eficiente, incluindo a avaliação dos negócios, a análise gerencial (*due diligence*) e fechamento do negócio em si; e (iv) capacidade de, antes de realizar o investimento, avaliar a equipe que estará à frente da empresa e como será a estratégia de saída.

Cabe observar que questões importantes envolvem a transferência de conhecimento entre a empresa-âncora e as investidas. Algu-

mas empresas bem-sucedidas em seus programas de CV designaram uma unidade de negócios específica responsável por transferir o conhecimento necessário para o desenvolvimento das empresas investidas. Além de compartilharem informações, as empresas também compartilham seus ativos, sejam laboratórios, sejam canais de distribuição para os produtos das investidas. A habilidade de compartilhar ativos e informações faz parte da proposta de adição de valor que as empresas-âncora buscam em seus programas de CV, o qual incrementa a chance de sucesso das pequenas empresas apoiadas pela iniciativa.

Os programas de CV podem apresentar-se de diversas formas, desde estruturas independentes até unidades dentro da empresa-âncora [Battistini, Hacklin e Baschera (2013)]. O caso de unidades independentes é o exemplo das unidades de CV mais conhecidas do mundo, tais como Intel Capital e Google Ventures. O estabelecimento de uma unidade de negócios focada, com executivos com autonomia, garante agilidade na tomada de decisões. Para atingir um melhor desempenho, a operação de CV na empresa deve ser independente e com autonomia.

Estudos realizados por Battistini, Hacklin e Baschera (2013) demonstram que os três maiores desafios a serem superados por unidades de CV são: (i) garantir o comprometimento de longo prazo da empresa-âncora; (ii) estabelecer um bom relacionamento entre a equipe da unidade, entre a unidade e a empresa-âncora e entre a empresa e as investidas; e (iii) prospectar um bom *pipeline* de potenciais investimentos.

Uma questão presente nesse tipo de modelo é a escolha das equipes e o sistema de remuneração. No que tange à escolha das equipes, é relevante escolher pessoas que conheçam as estratégias da empresa-âncora, bem como seus processos. Além disso, é importante que as equipes tenham conhecimento das estratégias de VC, tais como for-

mação de *pipeline*, governança, adição de valor e saídas. Em relação à remuneração, há duas correntes com visões opostas. Jack Welch, *ex-chief executive officer* (CEO) da GE, defendia que as unidades de negócio dentro da empresa deveriam ser remuneradas da mesma forma. A remuneração realizada dessa maneira, contudo, pode gerar descontentamento e desalinhamento da equipe, em função da natureza de longo prazo do trabalho. Lerner (2013) e outros autores defendem que o sistema de remuneração das pessoas envolvidas seja compatível aos dos gestores de VC independentes, ou seja, com uma parcela expressiva dos rendimentos atrelada ao desempenho futuro das empresas investidas.

Por sua vez, a escolha de realizar os investimentos utilizando estruturas independentes como veículo de CV, via fundos de investimento, por exemplo, pode trazer algumas vantagens. Esse tipo de veículo permite reduzir a necessidade de investimento da companhia em pesquisa e desenvolvimento, utilizando recursos de investidores que também percebem isso como uma oportunidade e estão dispostos a assumir o risco. Estruturas independentes também trazem agilidade ao processo de investimento e são um bom instrumento para minimizar os conflitos de interesses entre a visão de longo prazo de uma investida e os objetivos de curto prazo da empresa-âncora.

Para as empresas que têm um perfil de risco mais conservador ou que ainda não se sintam aptas a realizar a transferência de conhecimento ou outra etapa descrita anteriormente, pode ser interessante utilizar uma estrutura de fundo, em conjunto com outros investidores, como uma etapa transitória para um modelo com uma unidade de negócios autônoma. Outra opção é participar, com outras empresas com linhas de atuação complementares, de um fundo (*multicorporate*). Nesse caso, as vantagens incluem, além da construção de uma rede mais ampla de relacionamentos, os potenciais benefícios de descobertas de tecnologias disruptivas em setores

correlatos, utilizando o conceito de transbordamento de tecnologias entre indústrias, já descrito.

Motivações e benefícios dos investimentos por meio de CV

Existe uma série de razões pelas quais as empresas decidem investir em CV, as quais incluem: retorno financeiro, ampliação dos esforços de pesquisa e desenvolvimento, capacidade de entrar em mercados emergentes que tenham altas taxas de crescimento, possibilidade de acesso a tecnologias e a modelos de negócios disruptivos.

De forma simplificada, é possível agrupar as motivações em dois grandes racionais: estratégicos e/ou financeiros. Com isso, há quatro combinações possíveis:

- a) Objetivo financeiro elevado e alta relação com atividades principais da empresa: a empresa procura explorar novos negócios potenciais.
- b) Objetivo financeiro elevado e baixa relação com atividades principais da empresa: a empresa procura investir em empresas nascentes como uma gestora tradicional de VC.
- c) Objetivo financeiro baixo e alta relação com atividades principais da empresa: a empresa procura aumentar a eficiência das atividades existentes (busca por inovação).
- d) Objetivo financeiro baixo e baixa relação com atividades principais da empresa: a empresa procura desenvolver fornecedores, clientes e negócios complementares (tentativa de desenvolver o ecossistema local).

Segundo Chesbrough (2002), o investimento em CV por uma companhia é definido por duas características básicas: seu objetivo

e a sinergia entre a *start-up* investida e a companhia líder. Ainda, de acordo com o autor, alguns investimentos são estratégicos e visam explorar a sinergia entre a investidora e a investida buscando incrementar as vendas e a receita; por outro lado, alguns investimentos são realizados com foco financeiro, quando a investidora espera, principalmente, retornos atrativos.

Diferentes estudos concluíram que os objetivos estratégicos se sobrepõem aos financeiros. Kalbermatten (2013) conclui que 50% das empresas-âncora que investiram via CV o fizeram com objetivos estratégicos associados aos financeiros, 20% com objetivos financeiros associados aos estratégicos, 15% puramente financeiros e 15% puramente estratégicos.

Battistini, Hacklin e Baschera (2013) também concluem que a principal motivação que leva as empresas a iniciarem seus programas de CV é o objetivo estratégico. Os objetivos recorrentes são, principalmente, estabelecer uma cultura de inovação na companhia, acelerar a entrada de ideias inovadoras no *pipeline* da empresa e incorporar inteligência externa ao processo interno de inovação.

Por sua vez, segundo pesquisa da Ernst & Young (2009), os objetivos estratégicos das iniciativas de CV são múltiplos, incluindo: mapear inovações e desenvolvimentos tecnológicos; aproveitar uma janela de oportunidade de mercado; importar ou melhorar a inovação com as unidades de negócios existentes; desenvolver novos produtos; fornecer oportunidades de crescimento de receita para a empresa; identificar e estabelecer parcerias e *joint ventures*; identificar candidatos à aquisição; impulsionar os desenvolvimentos tecnológicos internos.

Parece, à primeira vista, mais custoso obter uma inovação que já está no mercado do que desenvolvê-la internamente. Porém, pesquisas mostram que o investimento via CV tem gerado desempenho superior e uma série de benefícios estratégicos para as empresas-ân-

cora. Segundo Dushnitsky e Lenox (2006), os investimentos em CV aumentaram as taxas de inovação das empresas de forma significativa. Percebe-se que o modelo tradicional de investimento em pesquisa e desenvolvimento e o financiamento de projetos de inovação não fazem mais um bom trabalho em detectar ameaças externas e proteger a si mesmo de competidores emergentes. Os altos investimentos em equipamentos e laboratórios e a dificuldade em recrutar e manter pesquisadores com características certas vêm tornando o crescimento da geração de conhecimento interno “dolorosamente lento” [Lerner e Wulf (2007)].

Para Lerner (2013), o CV abarca uma série de benefícios potenciais, que permite às empresas moverem-se de forma mais rápida, flexível, focada e até mais austera que as unidades internas de P&D e, com isso, capacitam-nas para responder às mudanças tecnológicas. Entre as vantagens para empresas que decidem iniciar seus programas de CV, estão:

- **Antecipação às ameaças:** investimentos em CV funcionam como um serviço de inteligência, o qual dispõe de informações privilegiadas acerca do desenvolvimento de novas tecnologias, capaz de ajudar a empresa-âncora a se proteger de ameaças oriundas de competidores emergentes, que não estão em seu radar de concorrência. O investimento via CV também pode, mesmo que de forma involuntária, indicar quais caminhos não seguir. Lerner (2013) cita, por exemplo, o caso da empresa fabricante de *chips* de silício, Analog Devices, que durante a década de 1980 passou a investir em CV com o objetivo de encontrar tecnologias alternativas para a produção de *chips*. A iniciativa fracassou, pois a produção utilizando silício mostrou-se muito mais barata. Com isso, o valor de mercado dos fabricantes de *chips* de silício subiu de forma expressiva. O valor da Analog subiu

sete vezes entre 1979 e 1985. O investimento em CV, nesse caso, funcionou como um seguro, protegendo a empresa caso houvesse alternativas viáveis.

- **Desapego:** outro benefício do CV é que este permite que os executivos das companhias desistam mais facilmente de investimentos com baixas probabilidades de sucesso, pois esses investimentos não são realizados internamente. Caso a matriz de uma multinacional tenha optado por avançar em determinado projeto de P&D, alocando recursos físicos e humanos, a decisão de não prosseguir ou de descontinuar determinados laboratórios, por exemplo, é custosa. Por outro lado, se o investimento for feito em *start-ups*, a decisão muitas vezes será a de não realizar um novo *round* de investimentos, com um controle muito maior de gastos e com uma tomada de decisão muito mais célere. Mesmo que a companhia não desapegue e desista com facilidade, a presença de outros coinvestidores forçará a decisão.²²
- **Alavancagem:** a combinação do capital da companhia com o de outros investidores potencializa os investimentos. Casos reais, como o iFund da Apple, que duplicou seu patrimônio com a entrada de novos investidores, disponibilizando mais recursos para novos investimentos, exemplifica bem a capacidade de alavancagem do capital nessa modalidade de investimento.
- **Incremento da demanda:** por meio do desenvolvimento de tecnologias que dependam da empresa-mãe, o CV pode criar novas demandas para a própria empresa-âncora. Um bom exemplo é a Intel, que, no fim da década de 1990, criou um fundo para investir em empresas produtoras de *softwares* e

²² Há um mecanismo duplo de controle para reduzir eventuais problemas de agência, que poderiam incentivar dispêndios excessivos em projetos exuberantes: empresas menores são mais ágeis e podem cancelar projetos de forma mais rápida, e os coinvestidores cancelariam mais rápido projetos malsucedidos.

hardwares. Os novos produtos criados pelas investidas exigiam processadores mais potentes, incrementando, portanto, a demanda pelos produtos da empresa-âncora.

- **Altos retornos:** o lado puramente financeiro dos investimentos em CV pode ser um grande benefício da iniciativa, conforme será detalhado adiante.

Lerner (2013) cita um estudo realizado por Chemmanur e Loutskina (2009), no qual é possível perceber que os resultados do CV apresentam-se superiores aos dos gestores de VC tradicionais. A Tabela 2 compara empresas nascentes de conteúdo inovador que abriram capital depois de serem financiadas por CV e por VC. Os resultados demonstram que as empresas investidas por CV têm maior crescimento anual de faturamento bruto, maior retorno sobre o ativo e melhor retorno ajustado a risco quando comparadas às outras empresas.

Tabela 2

Comparação entre empresas nascentes apoiadas por gestores de VC tradicionais e empresas nascentes apoiadas por empresas

Dados [*]	Empresas nascentes apoiadas por gestores de VC tradicionais	Empresas nascentes apoiadas por empresas
Retorno médio mensal ^{**} (%)	0,58	1,71
Taxa média de crescimento da receita (%)	162,80	189,90
Aumento no retorno sobre ativos (%)	5,60	17,30

Fonte: Lerner (2013).

* Os dados referem-se ao período compreendido entre 1980 e 2004, considerando médias dos três anos posteriores às aberturas de capital das empresas. Foram analisadas 2.591 empresas que realizaram IPO nesse período, das quais 2.129 financiadas por VC tradicional e 462 pelo modelo de CV.

** Trata-se do retorno médio mensal, ajustado pelo risco, acima do retorno do índice de referência do mercado. Na literatura, tal índice é conhecido como alfa.

Mesmo que o objetivo principal não seja obter elevados retornos financeiros, os maiores e mais bem-sucedidos investidores de CV são bastante ativos no mercado, realizando diversas aberturas de capital, além de fusões e aquisições.²³

Depois da análise das principais motivações que levam empresas a realizar investimentos de CV, é importante mapear que tipo de contribuição tais empresas podem dar às empresas investidas. Segundo a pesquisa da Ernst & Young (2009), as empresas podem agregar valor de diferentes formas, tais como: na identificação de oportunidades de parcerias e de alianças; nas vendas, *marketing* ou distribuição; no acesso às equipes e instalações de P&D; no auxílio à captação de recursos; na expansão global de atividades; na construção de uma agenda de desenvolvimento corporativo; na estratégia de recrutamento e seleção de pessoal; no *design* ou suporte à engenharia; na identificação de oportunidades de aquisição ou consolidação; no cumprimento regulatório e conformidade tributária; no estabelecimento de controles internos/contábeis.

De fato, Dushnitsky e Lenox (2006) comprovam que investimentos via CV trazem benefícios às investidas, principalmente quando são feitos por motivações estratégicas. Segundo os autores, as investidas se beneficiam, por exemplo, de ativos complementares e informações privilegiadas, o que faz os investimentos via CV serem mais capazes de gerar valor do que os investimentos com o viés puramente financeiro. Os autores concluem que as sinergias geradas

²³ A classificação de atividade de investimentos de CV por número de negócios e por volume entre os anos de 2011 e 2013 revela que a Intel Capital e a Google Ventures são as líderes, nessa ordem, em ambos os quesitos (para mais detalhes, ver <www.techcrunch.com>). A ampliação do escopo para considerar os maiores negócios realizados em 2013 mostra que os principais investidores de CV realizaram várias aberturas de capital, fusões e aquisições, em ordem de grandeza que monta a dezenas de bilhões de dólares (para mais detalhes, ver <www.aonetwork.com>).

para as empresas investidoras também são tão benéficas, que acabam por compensar potenciais retornos financeiros baixos.

Na visão das empresas investidas, ter como acionista uma empresa de maior porte pode trazer vantagens que incluem:

- a) compartilhamento de experiências – a empresa maior muitas vezes pode trazer contribuições valiosas, especialmente sobre inteligência e informações sobre o mercado;
- b) compartilhamento de custos fixos – em determinados casos, é possível a utilização de instalações das empresas maiores, como o uso de laboratórios para pesquisas;
- c) rede de relacionamento – a empresa investida pode ter acesso a uma ampla rede de relacionamentos já estabelecida, formada por clientes, fornecedores, parceiros, entidades públicas e privadas;
- d) condições de atração de capital humano de alto nível e, em alguns casos, compartilhamento do tempo de executivos;
- e) mais profissionalismo na gestão das investidas, o que pode ser fundamental no aspecto da sustentabilidade financeira de longo prazo;
- f) potencial de compra dos produtos e serviços das investidas;²⁴ e
- g) condições mais favoráveis de aceleração das investidas (sinergia com a corporação-âncora) e de potencial aquisição futura das investidas.

Por outro lado, a despeito de todos os benefícios mencionados, os riscos também são elevados, uma vez que nos investimentos via CV também estão presentes todos os riscos tradicionalmente associados

²⁴ Nesse ponto, é importante que as empresas investidas atentem para que um potencial benefício não as torne excessivamente dependentes dos produtos e serviços das empresas-âncora. Dessa forma, um investimento por meio de CV não impede que as investidas diversifiquem e tenham uma base de clientes diversa e independente da investidora.

a investimentos de VC, notadamente, riscos de mercado, tecnológicos, legais, trabalhistas e ambientais, cujo detalhamento foge ao escopo deste artigo.

Cabe destacar que os investimentos de CV são feitos em um ambiente de muita incerteza, no qual são apoiadas empresas de alto risco, pouca liquidez e com ideias a serem provadas. Dessa forma, o benefício desse instrumento vai além da empresa-âncora, sendo uma importante fonte de recursos para as investidas. As *start-ups* e pequenas empresas comumente não têm ativos ou histórico; dessa forma, não conseguem as tradicionais formas de financiamento nos bancos comerciais para crescerem, principalmente pelas dificuldades que elas enfrentam em oferecer garantias aos empréstimos. O CV mostra-se uma alternativa de fonte de recursos por meio de aporte de capital para esse nicho de empresas.

Apoio do BNDES por meio de fundos de investimentos à indústria de VC e à iniciativa de CV

O Sistema BNDES iniciou, em 1995, por intermédio da BNDESPAR, programas de apoio à estruturação de fundos fechados destinados à realização de investimentos na forma de subscrição de valores mobiliários. Nesse período, com base nas condições do mercado de capitais e da economia brasileira, o Banco estruturou diversos programas e normas que orientaram sua atuação na indústria de fundos.

Desde então, o BNDES investiu em mais de quarenta fundos de investimento com participação ativa na concepção do produto, na escolha do gestor, na captação com outros investidores institucionais, incluindo agências multilaterais. Adicionalmente, tem participado com forte atuação nos comitês de investimento, nas decisões

de investimentos em mais de duzentas empresas e projetos e também no acompanhamento e no desinvestimento dessas empresas.

Conforme pode ser observado na Tabela 3, atualmente há 35 fundos ativos no portfólio do BNDES. Em valores históricos, o BNDES já investiu R\$ 2,5 bilhões nesses fundos que, em função da participação de outros investidores, possibilitaram o investimento total de cerca de R\$ 10 bilhões, com uma alavancagem de praticamente três vezes.

Tabela 3

Recorte setorial da carteira de fundos do BNDES

Setor	Número de fundos	Investimentos aprovados	Patrimônio comprometido* total (R\$ milhões)	Patrimônio comprometido BNDES (R\$ milhões)
Inovação	12	99	1.084	438
Infraestrutura	7	47	4.176	867
Meio ambiente e tecnologias limpas	6	11	1.826	709
Multissetorial	4	21	915	160
Outros	6	38	1.734	344
Total	35	216	9.735	2.518

Fonte: BNDES.

Nota: Data-base – 31.12.2013.

* Patrimônio comprometido compreende o montante que cada cotista compromete-se a aportar no fundo. O patrimônio comprometido total refere-se à soma dos valores comprometidos pelos cotistas.

Nota-se também o destacado apoio à inovação. Os fundos classificados nessa categoria incluem setores diversos, porém é essencial que as empresas investidas tenham elevado potencial inovador. Talvez o exemplo mais emblemático desse grupo de fundos seja o fundo nacional de capital-semente Criatec, iniciativa capitaneada pelo BNDES, que detém 80% das cotas do fundo e que conta também

com o Banco do Nordeste do Brasil como cotista. O fundo, atualmente em fase de desinvestimento, investiu, entre 2007 e 2011, em um total de 36 empresas nascentes, que foram responsáveis pelo depósito de, até o momento, 26 patentes. O êxito da iniciativa levou o Banco a replicá-la recentemente, com o lançamento do segundo fundo, expandindo sua atuação no segmento de capital-semente.

O BNDES busca também participar no apoio à evolução da indústria de fundos, nas várias frentes, seja atraindo novos investidores (financeiros, institucionais ou estratégicos), no plano doméstico ou internacional, seja na promoção de adoção das melhores práticas de governança pelos gestores e empresas investidas, até mesmo no tocante aos aspectos relativos à responsabilidade socioambiental das empresas e projetos apoiados. Além disso, procura com os demais investidores e gestores promover o crescimento e profissionalização das empresas, incentivando-as à abertura de capital, dependendo do porte da empresa.

Do ponto de vista de um banco de desenvolvimento, existem vários motivos pelos quais é interessante apoiar a iniciativa de CV, dentre as quais se podem destacar: (i) possibilidade de fortalecimento e adensamento da cadeia de fornecedores; (ii) apoio à inovação; (iii) financiamento a pequenas e médias empresas, que incluem o suporte a empresas com altas taxas de crescimento em setores dinâmicos, com reflexos em diversos outros setores da economia; e (iv) o aumento da competitividade das empresas-âncora, com externalidades potenciais para toda a cadeia.

Em conjunto com a Finep – Inovação e Pesquisa e com a Desenvolve-SP, o BNDES lançou um fundo de investimento em participações (FIP) constituído para realizar investimentos em empresas inovadoras das cadeias produtivas dos setores aeronáutico, aeroespacial, integração de sistemas, segurança e defesa, em especial companhias de micro, pequeno e médio porte de base tecnológica, no

qual a empresa Embraer faz o papel da empresa-âncora. Essa iniciativa foi a mais recente promovida pelo Banco a fim de promover a participação de empresas-âncoras no financiamento a pequenas e médias empresas de base tecnológica.

Em maio de 2014, o Fundo Aeroespacial iniciou suas atividades, com um patrimônio comprometido de R\$ 131,3 milhões, dos quais BNDES, Embraer e Finep – Inovação e Pesquisa contam com R\$ 40 milhões cada, Desenvolve-SP, R\$ 10 milhões, e o gestor selecionado, R\$ 1,3 milhão. Espera-se que as empresas investidas possam diversificar suas aplicações e soluções tecnológicas para outras cadeias produtivas, já que tais setores têm alta densidade tecnológica e perfil de transbordamento de inovações para outros setores.

O apoio ao fundo citado reforça a atuação indutora do BNDES na inovação e no fortalecimento de cadeias produtivas de base tecnológica, por meio da participação via fundos no capital de risco de micro, pequenas e médias empresas, que ainda apresentam grande carência de investidores no Brasil.

Considerações finais

Neste artigo, discorreu-se sobre o conceito do CV, sua diferença em relação ao VC independente e suas vantagens relativas. Além disso, foram descritas as vantagens que esse tipo de operação oferece tanto para investidores quanto para empresas investidas.

Conforme descrito no artigo, não há uma forma única de realizar os investimentos via CV. Assim, desde que as empresas atentem para os princípios e riscos e estejam comprometidas com a sustentabilidade de longo prazo das empresas investidas, o apoio de agências regionais e do BNDES é meritório, podendo ocorrer em modelagens diferentes, com vistas a ampliar o trabalho de desenvolvimento do mercado de

capitais realizado por tais órgãos de governo. Cabe ressaltar que a iniciativa pode e deve ser replicada para outras empresas.

Percebe-se que esse importante instrumento já tem participação relevante na economia de países desenvolvidos, onde é bastante difundido. Conforme mencionado, o CV é utilizado como meio de investimento em novos negócios e inovação por empresas nos EUA e na Europa há algumas décadas [Chesbrough (2000)]. Contudo, o CV ainda se apresenta de forma tímida como uma alternativa para as empresas brasileiras financiarem o desenvolvimento de novos negócios.

O Brasil tem participação relativa tímida no VC convencional e no CV, em particular, fato que pode ser explicado por uma combinação de fatores, que inclui: ambiente macroeconômico incerto; falta de conhecimento por parte do empresariado; cultura de aversão ao risco e de resistência à mudança.

Ao considerar CV como uma opção de financiamento, os empreendedores devem ter em mente que: a um só tempo, podem-se conseguir os recursos necessários para expansão e um potencial comprador para toda a empresa no futuro; o dinheiro não é o mais importante, já que o fato de que a empresa iniciante poder estar associada a uma importante marca representa uma grande oportunidade; a associação com empresas de maior porte pode facilitar os desafios de compreender aspectos regulatórios e/ou aqueles relacionados a tendências do mercado consumidor. Por outro lado, a obtenção de tais recursos pressupõe que a empresa iniciante seja capaz de demonstrar como pode resolver seus próprios desafios e ser benéfica, de alguma forma, para a empresa de maior porte.

Entre a ideia original e a concretização do projeto, é possível que decorram anos, se a alta administração da empresa não estiver engajada. Contudo, a deliberação do conselho de administração da empresa-âncora de realizar um investimento por meio de CV é apenas a etapa inicial caso a empresa queira ser bem-sucedida.

Um possível caminho é o do projeto-piloto, no qual um pequeno investimento inicial de recursos, se bem-sucedido, pode ser ampliado no futuro. A expectativa da companhia em relação a essa iniciativa, no caso, é que a experiência acumulada e o sucesso da primeira iniciativa tenha um efeito demonstrador, para que, no futuro, uma área mais robusta focada em CV seja estruturada.

Embora o foco nos últimos anos tenha sido ampliado, as características dos investidores bem-sucedidos permanecem as mesmas: as teses de investimento e os perfis de risco e atuação são bem definidos; há estratégias bem definidas para internalizar e lucrar de alguma forma com as inovações e os conhecimentos adquiridos com as empresas investidas; há capacitações equilibradas para permitir que grandes corporações consigam aliar a utilização de seus recursos ao mesmo tempo em que operam com as características de agilidade das empresas nascentes nas quais elas investem; há percepção dos executivos de que, embora os investimentos sejam arriscados, o maior risco é não investir.

Os investimentos por meio de CV não são uma panaceia, e a questão se a empresa deve ou não fazer tais investimentos não tem resposta trivial, não é uma resposta binária. Entre outros fatores, depende do estágio no qual a empresa está, de seu grau de maturidade, da cultura da empresa e do setor em que se encontra. Em determinados setores, especialmente os intensivos em tecnologia ou nos quais a capacidade de inovação e a renovação do portfólio são fundamentais, a realização de investimentos via CV não é mais uma opção, mas uma necessidade imposta pelo mercado e pelos concorrentes (a empresa é compelida a participar de alguma iniciativa em função da acirrada concorrência). Então, cabe à empresa avaliar detalhadamente o ambiente de negócios em que se encontra, analisar os prós e contras e decidir se pretende ser investidora de CV.

Por fim, destaca-se o pioneirismo do Banco, que, atuando em conjunto com grandes fundos de pensão brasileiros e algumas agências de fomento, teve um papel muito relevante para a evolução da indústria de VC no Brasil, possibilitando a criação dos primeiros fundos de investimento no país, abrindo espaço para o surgimento de novos gestores e investidores nacionais e beneficiando a capitalização de várias empresas com diferentes portes e atuação em diversos setores da economia. Espera-se que, em investimentos via CV, o BNDES assuma novamente, em conjunto com outras empresas nacionais, um papel de destaque como investidor. Acredita-se que, à medida que o conceito de CV torne-se mais difundido e que as empresas percebam valor em sua adoção, a prática de se tornar sócias de empresas nascentes ganhe acentuado impulso.

Referências

ABDI – AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. *A indústria de private equity e venture capital – 2º censo brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, mar. 2011.

AMARAL, G.; OLENIKE, J.; AMARAL, L. *Causas de desaparecimento das micros e pequenas empresas*. Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário, abr. 2013.

BARTLETT, J. *What is venture capital?* 2000. Disponível em: <https://www.ideacrossing.org/Articles/Resource_ArticleItem.aspx?artid=87>. Acesso em: 17 fev. 2014.

BATTISTINI, B.; HACKLIN, F.; BASCHERA, P. The state of corporate venturing. *Research Technology Management*, v. 56, issue 1, p. 31-39, jan.-fev. 2013.

BIELESCH, F. *et al. Corporate venture capital: avoid the risk, miss the rewards*. Boston: Boston Consulting Group, 2012.

- CHEMMANUR, T.; LOUTSKINA, E. *How do corporate venture capitalists create value for entrepreneurial firms?* 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1344376> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1344376>>. Acesso em: 10 mar. 2014.
- CHESBROUGH, H. Making sense of corporate venture capital. *Harvard Business Review*, v. 80, issue 3, p. 90-99, mar. 2002.
- _____. Designing corporate ventures in the shadow of private venture capital. *California Management Review*, v. 42, issue 3, p. 31-49, primavera 2000.
- DUSHNITSKY, G.; LENOX, M. When does corporate venture capital investment create firm value? *Journal of Business Venturing*, 21, 2006. Disponível em: <www.sciencedirect.com>. Acesso em: 9 mar. 2014.
- ERNST & YOUNG. *Global Corporate Venture Capital Survey 2008-09*. 2009. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009/\\$FILE/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009/$FILE/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009.pdf)>. Acesso em: 12 mar. 2014.
- FULGHIERI, P.; SEVILIR, M. Organization and financing of innovation, and the choice between corporate and independent venture capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 44, issue 6, p. 1291-1321, dez. 2009.
- GARCEZ, M.; ANSELMO, J. O panorama brasileiro do capital de risco: características, evolução e perspectivas. In: SEMINÁRIO LATINO-IBEROAMERICANO DE GESTIÓN TECNOLÓGICA 11. Salvador, 2005.
- GOMPERS, P. Corporations and the financing of innovation: the corporate venturing experience. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Fourth Quarter, p. 1-23, 2002.
- GOMPERS, P.; LERNER, J. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, issue 2, p. 145-168, 2001.
- KALBERMATTEN, M. *Corporate venture capital in Europe: objectives, characteristics and performance*. Saarbrücken: AV Akademikerverlag, 2013.

- LERNER, J. Corporate venturing: more and more smart companies are going VC to find their next breakthroughs. *Harvard Business Review*, v. 91, issue 10, p. 86-148, out. 2013.
- LERNER, J.; WULF, J. Innovation and incentives: evidence from corporate R&D. *Review of Economics and Statistics*, 89, p. 634-644, 2007.
- PEARCE, B. Fair exchange: the evolving entrepreneurs and venture capital. *Venture Capital Review*, 2013.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Money Tree Report*. 2013. Disponível em: <http://www.pwc.com/en_US/us/technology/assets/moneytree-q3-2013-summary-report.pdf>. Acesso em: 24 fev. 2014.
- RIBEIRO, L. *O modelo brasileiro de private equity e venture capital*. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- WANG, Y.; ZHANG, X. Operationalization of corporate entrepreneurship and its performance implications in China. *Journal of Chinese Entrepreneurship*, v. 1, n. 1, p. 8-20, 2009.

Sites consultados

- ABRAPP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – <abrapp.org.br>.
- ALWAYS ON NETWORK – <aonetwork.com>.
- BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – <bndes.gov.br>.
- CB INSIGHTS – <cbinsights.com>.
- CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – <cvm.gov.br>.
- FINEP – INOVAÇÃO E PESQUISA – <finep.gov.br>.
- GLOBAL CORPORATE VENTURING – <globalcorporateventuring.com>.
- INC.COM – <inc.com>.

NVCA – NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – <www.nvca.org>.

TECHCRUNCH – <techcrunch.com>.